

金银回调、铜市内外分化看什么？

报告期：2026.10.20 - 2026.10.26

摘要 报告期内，科技股调整引发流动性扰动，叠加能源通胀与紧缩担忧，金银明显回调，COMEX 黄金、白银周跌 4.22%、5.56%；铜价震荡偏弱，COMEX 铜周跌 2.48%。中东局势反复，WTI 原油周涨 1.49%。铜矿原料约束延续，国内下游补库带动去库，海外交易所库存增加，内外分化加深。

一、核心关注

（一）本周焦点事件

1. 科技股调整引发流动性扰动，贵金属与风险资产同步回落

部分科技企业财报令市场重新审视人工智能相关资本开支、盈利质量及融资需求，科技股和芯片股后半周明显调整。资金由权益市场转向美债，10 年期美债收益率一度下行至 5% 以下，但黄金并未同步受益：一方面，高利率与能源通胀仍限制无息资产吸引力；另一方面，权益市场波动带来流动性需求，前期成交活跃且存在浮盈的金银面临兑现抛压，量化和止损交易又放大短期波动，呈现美债与贵金属走势背离。

2. 中东局势反复推升油价，议息会议前通胀担忧延续

中东袭击事件及霍尔木兹海峡航运风险扰动能源供应预期，俄乌冲突亦有反复。WTI 原油 10 月 23 日收于 99.03 美元/桶，较 10 月 16 日上涨 1.49%，10 月 26 日进一步升至 101.80 美元/桶。美国 10 月消费者信心继续回落，而一年期通胀预期升至 4.7%，企业销售价格涨幅亦偏高；就业申请数据则显示劳动力市场仍有韧性。美联储进入议息会议前静默期，市场对 10 月维持利率不变的预期较强，但 12 月政策路径仍受能源通胀约束。

3. 国内铜库存明显去化，海外交仓增加、地域分化加深

铜价调整带动下游补库，叠加冶炼厂发货及进口清关到货偏少，国内电解铜现货库存 10 月 26 日降至 9.17 万吨，较 19 日减少 2.86 万吨；上海、广东、江苏库存均有下降，现货升水升至 850 元/吨。与之相对，LME 美国仓库集中交仓，LME 铜库存 23 日升至 27.38 万吨；COMEX 铜库存延续增加并处于历史高位。全球显性库存仍处高位，但国内现货偏紧与海外累库并存，地域结构性差异较总量变化更值得关注。

（二）驱动与约束因素分析

1. 贵金属：紧缩与流动性因素共振，资金流向有所分化

本期金银回调由宏观与交易因素共同推动。美债名义及实际利率虽自高位回落，但绝对水平仍偏高，油价上行又使后续加息预期难以完全消退；科技股调整引发的流动性需求则令黄金避险属性阶段性让位于美债。资金表现分化，黄金 ETF 持仓随价格回落，白银 ETF 持仓小幅增加；金银非商业净多持仓均继续下降，白银还受到工业需求偏弱和库存偏高的影响，跌幅大于黄金。央行购金及财政信用隐忧仍构成中长期配置背景，但短期资金情绪尚待修复。

2. 宏观环境的潜在约束

一是能源价格向供应链传导，通胀预期回升可能使政策紧缩定价反复，高利率对金属估值的制约仍在。二是经济信号并不单一，制造业与服务业保持扩张、初请失业金人数偏低，但消费者信心连续回落，科技股调整也反映市场对增长和融资条件的担忧。三是欧洲财政与政治不确定性提升了美债的相对吸引力，资金在不同避险资产间再配置。美联储议息会议、美国 PCE 数据及油价变化将共同影响后续利率预期。

3. 铜产业：原料约束未改，国内补库与海外累库并存

铜精矿 TC 指数降至-241.07 美元/吨，矿端偏紧格局延续；部分矿企下调产量指引，矿石品位下降、检修和天气等因素影响产出。TC 与硫酸价格低位令现货冶炼利润承压，四季度冶炼检修及产量变化仍需观察。需求端，精铜杆、电线电缆开工率继续回升，价格调整带动刚需补库，但新增订单的持续性仍待验证；再生铜受含税原料紧张及精废价差收窄影响，开工恢复较慢。进口窗口阶段性打开、洋山铜溢价回升，或带来后续货源补充。

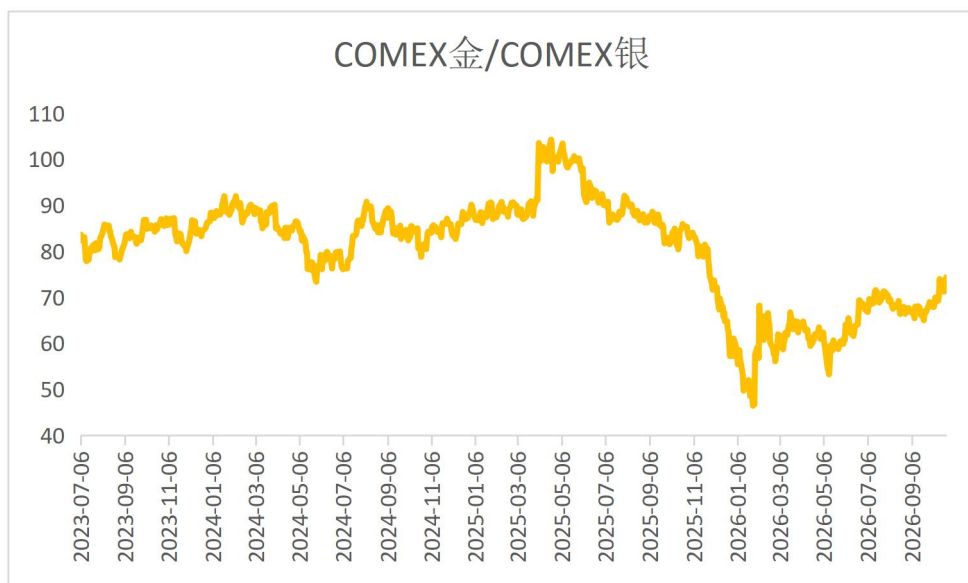
二、金属品种周度行情与数据回顾

（一）贵金属：流动性扰动叠加紧缩担忧，价格明显回调

价格表现

COMEX 黄金主力合约 10 月 23 日收于 4010 美元/盎司，较 10 月 16 日下跌 4.22%，周内最低 3989.1 美元/盎司；伦敦金收于 3995.38 美元/盎司，周跌 4.08%。沪金主力合约收于 864.36 元/克，周跌 4.15%，10 月 26 日报 862.58 元/克。COMEX 白银主力合约收于 53.96 美元/盎司，周跌 5.56%，周内最低 53.075 美元/盎司；沪银主力合约收于 13108 元/千克，周跌 6.56%。金银比由 73.28 升至 74.31，白银表现相对偏弱。

图 1: COMEX 金/COMEX 银



数据来源：钢联数据

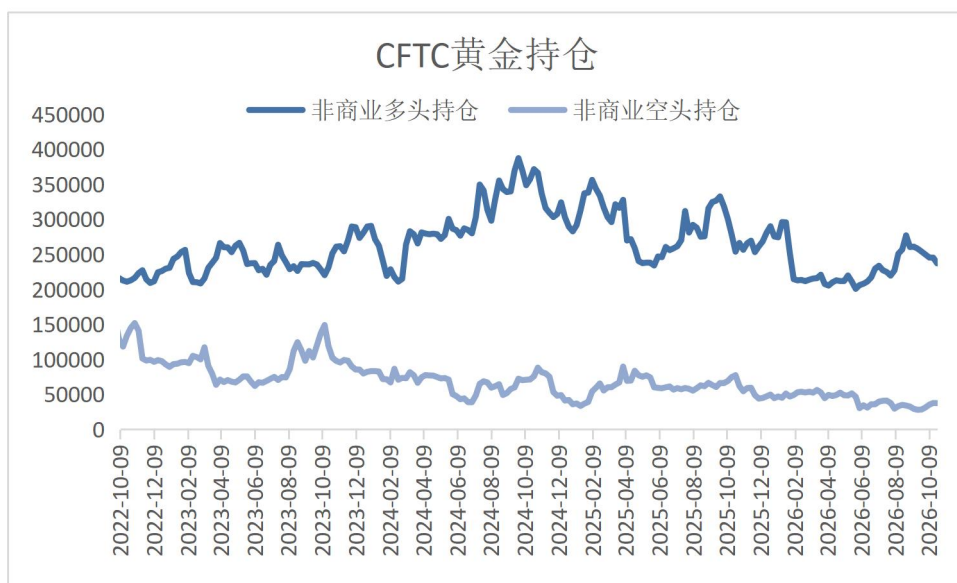
库存变化

10月16日至23日，COMEX黄金库存减少4459千克至72.42万千克，COMEX白银库存增加13.53万千克至1051.61万千克；截至26日，两者分别进一步变动至72.20万千克、1049.74万千克。SHFE黄金库存周减24千克至116904千克；SHFE白银库存周减31739千克至1135459千克，自高位继续回落。

持仓与资金流向

10月20日当周，COMEX黄金非商业净多持仓19.99万手，周减8014手，连续六周下降；COMEX白银非商业净多持仓1.98万手，周减2836手，主要受空头持仓增加影响。ETF方面，全球最大黄金ETF持仓约1041.65吨、周减17.39吨；白银ETF持仓约15499.73吨、周增21.06吨。黄金期货与ETF资金同步转弱，白银ETF则与期货持仓表现分化。

图 2: COMEX 黄金持仓



数据来源：钢联数据

（二）铜：海外累库与国内去库并存，价格震荡偏弱

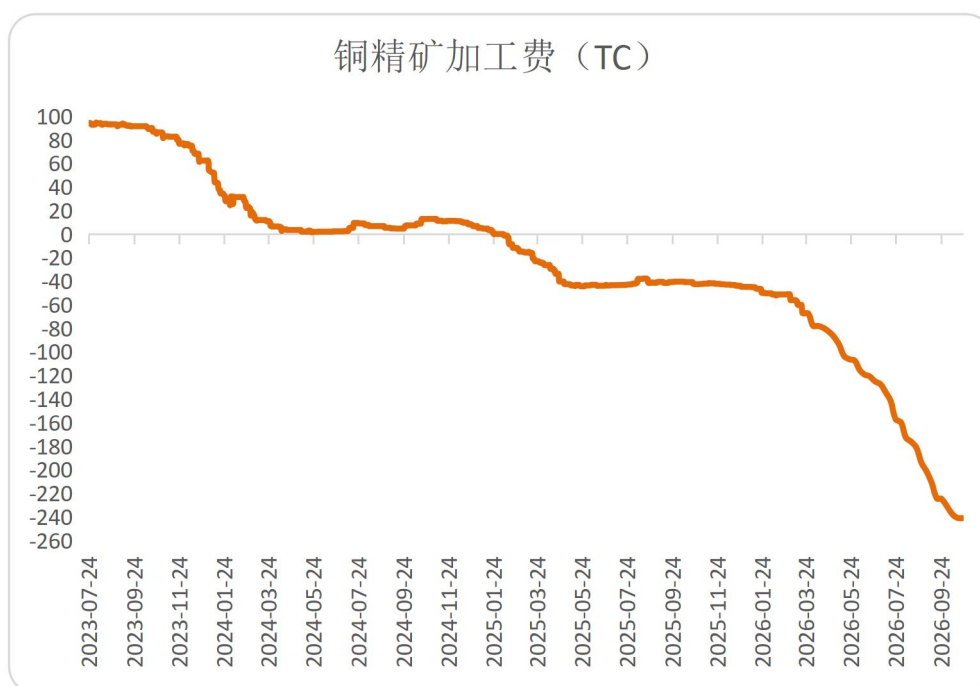
价格与价差表现

COMEX 铜 10 月 23 日收于 6.4015 美元/磅，较 10 月 16 日下跌 2.48%，10 月 26 日回升至 6.51 美元/磅。LME 三个月期铜 23 日收于 14298 美元/吨，周跌 0.43%；沪铜主力合约收于 108740 元/吨，周跌 1.02%。上海 1#电解铜升水由 19 日的 675 元/吨升至 26 日的 850 元/吨，精废价差则由 2422 元/吨收窄至 1608 元/吨。10 月 20 日当周，COMEX 铜非商业净多持仓降至 5.74 万手，周减约 1.11 万手，投机情绪偏谨慎。

精矿与精铜供应

铜精矿 TC 指数 10 月 23 日报-241.07 美元/吨，周降 0.24 美元/吨，续处历史低位。部分矿企前三季度产量同比下降，矿石品位走低及计划检修影响供应，矿端约束尚未缓解。TC 低位与硫酸价格回落共同挤压现货冶炼利润，后续冶炼检修对精铜产量的影响仍待观察。9 月国内精炼铜进口环比回升、出口小幅下降，近期进口窗口阶段性打开，或增加后续国内货源补充。

图 3：铜精矿加工费

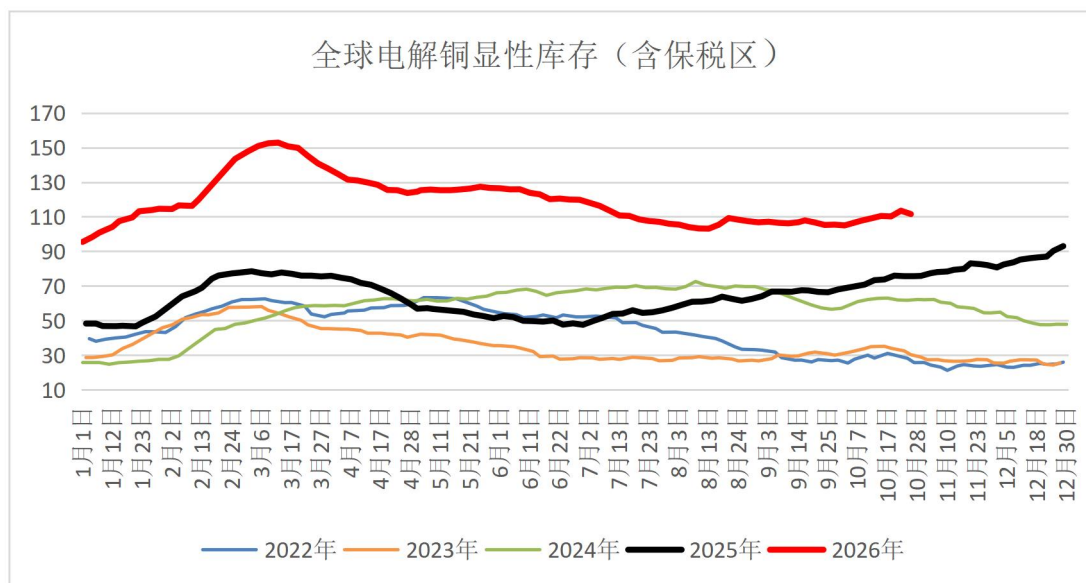


数据来源：钢联数据

库存分布

截至 10 月 26 日，全球电解铜显性库存（含保税区）111.54 万吨，较 19 日增加 1.36 万吨，较 22 日高点回落 1.94 万吨。其中 LME 库存 27.30 万吨，较 19 日增加 4.08 万吨；COMEX 库存约 72.54 万吨，续处历史高位。国内现货库存降至 9.17 万吨，保税区库存降至 2.53 万吨；上期所铜库存 23 日周降 26.5%至 5.44 万吨。COMEX 库存约占全球显性库存 65%，叠加 LME 美国仓库交仓，海外库存集中度进一步上升。

图 4：全球精炼铜显性库存（含保税区）

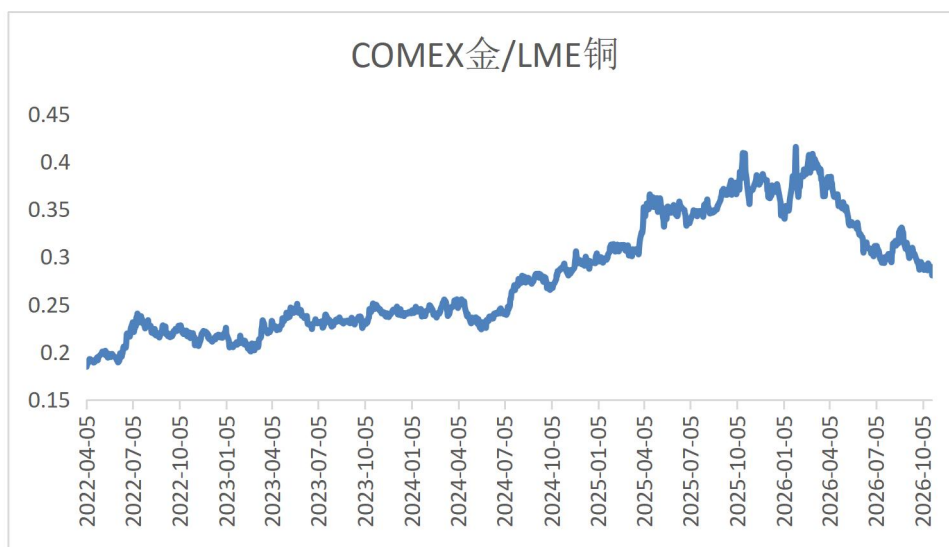


数据来源：钢联数据

下游需求与相对比价

精铜杆、电线电缆开工率分别升至 78.60%、73.85%，周环比提高 5.33 个、4.05 个百分点；价格调整带动下游提货和原料补充，成品库存有所下降，但新增订单更多呈边际改善。再生铜杆开工率仅 11.08%，含税原料偏紧及加工利润收窄仍制约恢复。终端方面，9 月国内铜材产量同比下降 7.7%，地产链拖累延续，电网及新能源相关需求相对平稳。COMEX 金/LME 铜比价由 0.2916 降至 0.2805，黄金跌幅大于铜价。

图 5：COMEX 金/LME 铜比价



数据来源：钢联数据

三、后续关注及风险提示

铜市场

一是美联储议息会议及精炼铜关税动向，关注跨市场价差和库存再分配；二是国内去库、现货升水与进口到货的匹配情况，检验补库持续性；三是冶炼亏损、检修及精铜产量变化；四是 LME 美国仓库交

仓节奏和注销仓单变化。

贵金属市场

一是美联储政策表述、美国 PCE 及就业数据对 12 月利率预期的影响；二是科技股波动是否继续引发流动性扰动；三是中东局势与 WTI 油价对通胀预期的扰动；四是黄金 ETF 资金变化、非商业净多持仓及央行购金节奏，白银还需关注工业需求和库存变化。

风险提示：

- **货币政策预期反复：** 若能源通胀粘性延续，后续加息定价可能再度升温，或对金属估值形成压制。
- **流动性冲击风险：** 若科技股调整扩散，资金回笼需求可能令贵金属与风险资产再度同步波动。
- **地缘与能源风险：** 中东局势若升级并推动油价继续上行，可能加剧通胀担忧及跨资产波动。
- **关税政策扰动：** 精炼铜关税政策仍待明朗，或引发跨市场价差与库存分布变化。
- **需求恢复不及预期：** 若国内补库持续性有限、海外累库延续，铜价或面临向下压力。

第三方内容免责声明

所有意见表达反映了作者的判断，可能会有所变更，且并不代表芝商所或其附属公司的观点。内容作为一般市场综述而提供，不应被视为投资建议。信息从据信为可靠的来源获取，但我们并不保证内容是准确或完整的。我们不保证提到的任何走势将会继续或预测将会发生。过往业绩并不预示将来结果。本内容不得被解释为是买卖或招揽买卖任何衍生品或参与任何特定交易策略的推荐或要约。如果在任何司法辖区发布或传播本内容会导致违反任何适用的法律法规，那么，本内容并不针对或意图向在该司法辖区的任何人发布或传播。